

河南中原高速公路股份有限公司
成立产业发展基金
投资分析报告

秉原投资控股有限公司

二〇一六年九月

目 录

第一部分 基金释义	4
第二部分 基金概况	6
一、基金规模	6
二、基金期限	6
三、资金来源	6
四、基金架构与模式	6
五、基金投资方向	8
六、项目选择标准	8
第三部分 产业发展基金政策及市场分析	10
一、政策机遇	10
二、市场机遇	10
第四部分 设立中原产业发展基金的必要性	11
第五部分 中原高速设立产业发展基金的可行性	12
一、中原高速的战略规划与产业发展基金的市场机遇	12
二、中原高速设立产业发展基金的优势	12
三、效益分析和评价	13
四、可行性分析小结	16
第六部分 风险控制措施	18

一、风险因素	18
二、风险控制	20
第七部分 基金管理方案	22
一、基金内部管理机构	22
二、基金考核	23
三、基金激励与约束机制	24

第一部分 基金释义

在本基金方案中，除非文义另有所指，下列词语具有如下特定含义：

“中原高速” 或“股东”	指河南中原高速公路股份有限公司。
“秉原投资” 或“公司”	指秉原投资控股有限公司及其控股子公司。
“中原高速产业发展基金” 或“本基金”	指本次由中原高速发起成立，由秉原投资管理的基金。
“中原高速产业发展基金投资平台”	指由秉原投资或其所属管理公司发起设立专门从事本基金的投资主体(有限合伙企业、有限公司等)。
“秉原投资所属管理公司”	指由秉原投资发起设立的、能够控制的各类专业基金投资管理机构。
“秉原投资所属基金 管理公司” 或“基金管理人”	指由秉原投资发起设立的、能够控制的从事投资的专业基金管理机构。
“项目基金”	是指本基金为单个投资项目设立，专项投资该项目的投资主体(主要为有限合伙企业)。
“外部投资人”	指中原高速以外的，投资于本基金的合规的机构或个人。

“项目发起股东”	是指在本基金投资某一项目前，该项目的投资方。
“项目公司”	是指从事本基金所投资项目开发的主体。
“基金管理公司” 或“管理公司”	指负责管理本次中原高速产业发展基金的秉原投资所属基金管理公司。
“投资决策委员会” 或“投委会”	指专门负责约定权限之内的本基金投资业务全部事宜(包括不限于设立投资平台、确定投资方案) 的决策机构。
“基金管理团队”	指参与本基金管理的团队，即秉原投资及其所属基金管理公司为本基金提供专业服务的各类工作人员的总称。

第二部分 基金概况

一、基金规模

基金规模 30 亿元，在基金投资期限内可进行滚动投资。

二、基金期限

结合本基金投资业务方向，本基金期限原则上不超过 10 年（7+3 年，7 年内可以滚动投资，最后 3 年为退出期）。

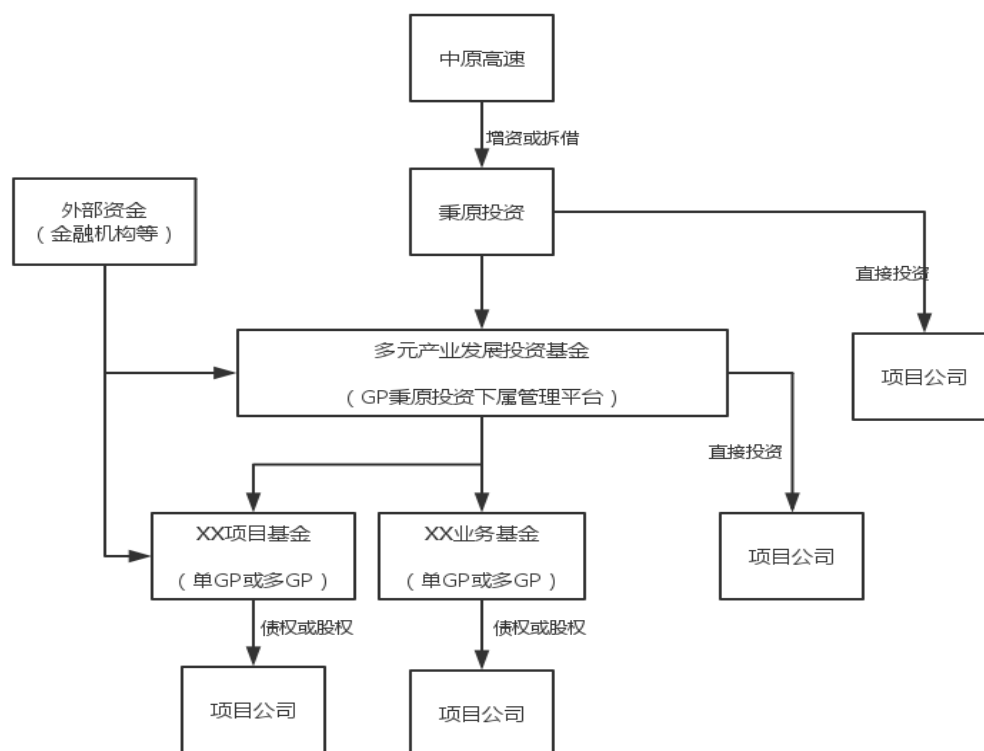
三、资金来源

1、秉原投资及中原高速自有资金。

2、外部机构出资（或有，包括但不限于金融机构优先级资金）。

四、基金架构与模式

图 1：中原高速产业发展基金架构图



(1) 基金投资模式：本基金主要通过母基金（投资于基金的基金，简称 FOF ）的方式投资，可以有效的突破自身团队覆盖半径的局限，使投资对象更加多元化，投资进入和退出更加灵活，在保证收益的前提下提高投资的安全性。

本基金主要投资模式为基金投资模式，本基金可以作为母基金投资到子基金，由子基金投资具体项目公司；也可以直接投资于具体项目。本基金可以作为母基金投资时，母基金由秉原投资所属（即参与管控的，下同）的基金管理公司管理。

根据具体情况需要，由单一或多个管理公司管理具体子基金。子基金以市场上具有雄厚实力的知名股权投资基金管

理公司为合作对象，优先选择国有企业或国资控股企业合作。保留对我方资金的投资否决权。

基金管理公司可以募集外部出资人（包括但不限于金融机构，下同）共同实施基金投资。

（2）直接投资模式：在以母基金方式进行投资之外，对中原高速未来发展具有重大战略意义、拟长期持有的项目或对股东资格有要求，需要中原高速或秉原投资显名投资的项目，也可以进行直接投资。

五、基金投资方向

根据具体情况，包括但不限于采用股权投资基金、并购基金、不良资产收购等模式开展业务。投资方向以金融产业、消费升级、战略新兴产业等项目为主。

原则上具体资金投向如下：1、PE/VC/企业并购等股权投资产业项目投资规模 20 亿；2、金融及新兴产业项目投资规模 10 亿。其中，中原高速自有资金 30%，中原高速外部融资 70%。

六、项目选择标准

为了逐步积累经验，有效控制投资风险，在项目选择上优先考虑以下几点：

出于股权投资自身的特点，PE 业务应选择高回报的行业。一般认为，高回报行业当属具有不可替代性的项目，产品具有稀缺性或技术资源等具有垄断性。从目前 PE 的实践

看，行业的分布呈多元化趋势，传统行业仍然是较受青睐的行业，但也不乏规律可循，消费升级和新型战略行业正成为潜力型行业，应该高度关注。此外金融产业也是本期基金重点关注的行业，我国的金融产业发展产长期滞后于实体经济的需要，未来金融行业必将有着较大的发展空间；在市场需求、监管思路的转变以及技术发展等因素的共同推动下，金融行业不断出现的新的公司和新的业务模式。金融创新已经成为金融行业发展的主要推动力量，也给股权投资基金带了众多潜在的投资机会。

第三部分 产业发展基金政策及市场分析

一、政策机遇

2016 年初，中央财经领导小组第十二次会议确定供给侧改革成为中国当前乃至未来一段时间经济政策的核心思路。供给侧改革的核心内涵是：用改革的办法推进结构调整，减少无效和低端供给，扩大有效和中高端供给，增强供给结构对需求变化的适应性和灵活性，提高全要素生产率，使供给体系更好适应需求结构变化。在无效供给减少，有效供给增加这样一个一增一减的过程中必然会出现新旧企业以及新旧行业的交替，符合供给侧改革需求的新企业和行业在将会迎来较快的增长，这是设立股权投资基金的政策机遇。

二、市场机遇

中国当前经济增速下滑，中央大力推进供给侧改革；在经济自身发展规律和国家政策的双重推动下传统企业积极寻求转型，新兴创业企业不断涌现。传统产业不断升级，新兴产业不断出现，尤其是在消费对 GDP 增长贡献占比屡创新高的大前提下，消费升级相关行业亮点频出，经济增长模式调整是股权投资基金不可多得市场机遇，因为增长方式转变和结构调整在微观层面的反映必然是大量有潜力的新公司新行业不断出现并快速发展。

第四部分 设立中原产业发展基金的必要性

秉原投资作为中原高速所属企业，其成立的初始战略定位就是成为中原高速产业发展战略投资平台和新的业务与利润增长点，为中原高速中长期发展提供动力来源和利润支撑。从 2008 年成立至今，秉原投资恪守集团提出的“低风险、稳收益”的要求，采用国有管控和市场化运作相结合的方式，成立市场化的管理公司，招募职业经理人主导的业务团队，实行超额收益奖励和强制跟投机制对业务人员进行激励约束，有效保障了各项业务的持续快速发展，在风险可控的前提下，实现了国有资产的保值增值。

设立产业发展基金符合中原高速未来发展需要。中国经济长期处于 L 型走势，传统行业前景不明朗，新兴产业不断出现，并随着经济转型的大潮快速扩张。在这样的外部环境下，作为一个以传统重资产行业为主营业务的中原高速，必须积极发展多元产业才能抓住经济转型，新经济不断扩张的机会，优化公司业务构成，提高公司的可持续盈利能力。

第五部分 中原高速设立产业发展基金的可行性

一、中原高速的战略规划与产业发展基金的市场机遇

中原高速的战略规划是成为主业突出，多元产业快速发展；在加强专业的同时，做好多元产业布局为公司未来可持续发展奠定基础。

二、中原高速设立产业发展基金的优势

近年以来，公司主动调整战略，寻找新的业务创新模式。中原高速当前的主营业务，是典型的重资产业务；在传统业务投入高营收固定的前提下，积极开展新业务，构建新板块是中原高速实现持续增长的必然选择。

公司已经具备以下开展业务的条件和优势：

（一）专业的高素质管理团队

中原高速下属全资子公司，秉原投资公司成立以来一直从事基金管理业务，过去五年基金的管理业绩和项目运作成功案例在一直名列省内第一位，获得了良好的市场口碑和关注，在省内银行、信托、投资等金融圈子中享有很高的声誉。根据权威市场调查机构数据，秉原投资在全国股权投资领域 5000 家投资公司的综合实力排名稳居前 50 位，获得了良好的市场口碑和关注。在创投领域也多年位居清科中国私募基金排名前 30 位。

（二）强大的风险控制能力

公司在风险管理方面建立了三级风险防控体系，目前运作良好。在三级风控体系中，执行控制为一级风险控制，设在业务操作人员层面；管理控制为二级风险控制，分别设在风险管理机构及业务团队的非业务层面；决策控制为三级风险控制，设在公司决策层面。

在实践中，在融资能力和资金监管方面，成功将风控理念与投资实践相结合，走过了从程序性控制，到程序性控制与实质性控制相结合的历程，建立起有秉原特色的企业风控核心竞争力。

（三）成熟的专业投资团队和外聘专家团队

秉原投资通过自身专业团队和外聘专家团队结合的方式，形成了具有自己特色的专业基金管理团队，在基金投融资、风险控制、项目后期监管和提供增值服务方面经验丰富，执行力强，真正实现了让专业的人做专业的事。

三、效益分析和评价

（一）PE/VC/企业并购等股权投资产业项目测算假设

1、投资规模

PE/VC/企业并购等股权投资产业项目投资规模 20 亿，全部由基金投资。

2、收益计算期

基金期限 7 年，国内同类的股权基金选取项目的标准一般是年化收益率在 12%-22%之间，参考此标准按 15%的投资

收益率进行测算。

3、投资计划

计划在 3 年完成投资，按照 3:4:3 进度逐年投入，到后三年按前期投资相应比例逐年退出。

4、外部融资

中原高速（秉原投资）自有资金出资 30%，由中原高速（秉原投资）对外融资 70%出资到基金。根据中原高速融资情况，外部融资的综合资金成本按 5%/年计算。

5、税费及折现率

企业所得税按 25%，折现率按 6%。

6、管理费及 GP 超额收益

管理费按不超过投资额 2.5%/年，GP 超额收益按基金激励措施办法执行（即：基金的投资收益率小于等于 8%时、无超额收益；大于 8%小于等于 10%时、该部分投资收益全额为 GP 超额收益；大于 10%小于等于 25%时、该部分投资收益的 20%为 GP 超额收益；大于 25%时、该部分投资收益的 30%为 GP 超额收益）。

(二)金融及新兴产业项目测算假设

1、投资规模

金融及新兴产业项目投资规模 10 亿，全部由基金投资。

2、收益计算期

基金期限 10 年。参考国内金融机构净资产收益率相关指标，此标准按 10%的投资收益率进行测算。

3、投资计划

计划在 3 年完成投资，按照 3:4:3 进度逐年投入，最后一年退出。

4、外部融资成本

中原高速（秉原投资）自有资金出资 30%，由中原高速（秉原投资）对外融资 70% 出资到基金。根据中原高速融资情况，外部融资的综合资金成本按 5%/年计算。

5、税费及折现率

鉴于本基金主要是以资产净收益为测算假设，因此投资收益不再计算企业所得税；因 GP 管理费及基金融资成本可以抵扣企业所得税，因此按可抵扣额度计算企业所得税。

企业所得税按 25%，折现率按 6%。

6、管理费及 GP 超额收益

管理费按不超过投资额 2%/年，GP 超额收益按基金激励措施办法执行（即：基金的投资收益率小于等于 8% 时、无超额收益；大于 8% 小于等于 10% 时、该部分投资收益全额为 GP 超额收益；大于 10% 小于等于 25% 时、该部分投资收益的 20% 为 GP 超额收益；大于 25% 时、该部分投资收益的 30% 为 GP 超额收益）。

（三）基金效益测算分析

基于前述条件公司对基金的收益进行测算：

金额单位：亿元

项 目	PE/VC/企业 并购等股权投资 产业	金融及新兴 产业	合计
静态指标			
基金总投资额	20.00	10.00	30.00
其中：自有资金额	6.00	3.00	9.00
外部融资额	14.00	7.00	21.00
利润总额	4.92	4.04	8.96
净利润	3.69	4.04	7.73
基金投资收益额	7.87	6.30	14.17
基金投资收益率	9.84%	7.88%	8.86%
自有资金年均投资净收益	0.92	0.51	1.45
自有资金年均投资回报率	15.39%	16.83%	16.11%
动态指标			
净现值（i=6%）	1.32	1.43	2.75
内部收益率	11.22%	12.67%	11.84%

从上表可以看出，在中原高速（秉原投资）出资 30%，外部融资 70%的情况下，中原高速自有资金基金年均投资回报率在 15.39%至 16.83%，综合为 16.11%；基金累计净现值为 2.75 亿元；基金内部收益率在 11.22%至 12.67%，综合为 11.84%。

从上述指标看，基金投资效益较好，符合中原高速发展需要。

四、可行性分析小结

（一）股权投资一直是秉原投资主要投资方向之一，股权基金将是秉原投资未来业务拓展的重点之一，本基金的设立，将是中原高速发展多元产业的新起点。

（二）本基金的投资收益比中原高速传统主营业务高，

可以有效的改善中原高速的营收状况。

（三）通过本基金的投资运作，可以帮助中原高速形成新的业务板块，是中原高速形成更加合理的业务构成。

第六部分 风险控制措施

一、风险因素

在基金投资过程中出现的风险因素可以分为两类，一类是投资项目外部因素带来的风险，比如市场波动风险和政策风险等；另一类是项目自身内在的风险。下面对这两类风险进行梳理。

（一）宏观经济形势波动的风险

经济处于扩张周期时，资本市场活跃，投资项目往往快速升值，且易于退出，当宏观经济形势不景气时，资本市场低迷，所投资项目在退出时可能面临着流动性差以及估值偏低的风险。此外国家的产业政策对股权基金也有着较大的影响，国家的产业政策既可以快速的促进某一行业的快速发展，使股权投资基金获得较高收益；也有可能使某些特定行业短时间之内发展过热，形成泡沫积累风险，这给股权投资带了独特的挑战，因为此时投资者面对着较高的资产，很可能在一个具有广阔发展前景的行业找不到合适的投资标的^{注1}。

（二）不同的投资方向独特的风险因素

1、并购基金

（1）面临的首要风险是投资项目所在细分行业的资本市场不活跃，导致某一特定行业资本市场不活跃的因素有很

注1：光伏发电、动力电池等行业就面临着此类政策风险，国家的产业既促进了相关产业的发展又给行业的未来带了新的不确定因素。

多，重要的原因有：该行业发展滞后于预期，或者该行业前期积累了较大的泡沫，大量的资本高位进入等待退出，形成单边市场。

（2）上市公司需对优先级资金本金及收益进行担保或兜底。结构化基金收益要优先分配优先级资金及收益，极端情况下（基金全部亏损），需要上市公司或其大股东对优先级资金本金及收益兜底。

（3）上市公司实质主导并购基金，涉及较多内部知情人，有可能造成内幕交易并带来相关法律风险。

（4）并购基金投资周期长、流动性较低，投资回收周期较长，且投资并购过程中将受宏观经济、行业周期、投资标的公司经营管理、并购整合等多种因素影响，将可能面临投资效益不达预期或基金亏损的风险。

2、金融板块

（1）金融创新的风险控制滞后于业务发展，公司自身积累了较多的运营风险；

（2）国家监管政策存在不确定性，比如 2014 年限制城投平台 发债，2015 年推迟注册制等。

3、新兴产业

主要是面临着技术发展和市场培育方面的不确定性。

比如 2016 年上半年备受关注的细胞免疫疗法，该疗法在技术层面不是完全成熟的，在市场接受度又有较大的变化，同时还受到前面提及的政策因素的影响^{注2}。

注2：魏则西事件后，卫生部部分叫停细胞免疫疗法。

二、风险控制

（一）针对股权投资中的外部风险因素，公司将深刻了解宏观经济走向，密切关注相关行业的动态和国家产业政策，从研究阶段避免此类外部风险因素，研究能力是投资机构的核心竞争力，秉原投资方面有着丰富的经验和深厚的积累。同时公司还有以下措施用以控制风险：

1、优化整体资产配置，通过投资品类的搭配和科学选取投资标的，以配置控制整体风险，使基金整体更加稳健；

2、专业的管理能力，基金的投资方式使秉原投资和外部优秀基金团队发挥各自专长，保持足够的精力专注于战略上的资产配置和战术上的资产管理。

3、在同外部投资机构合作时，我方出资部分保留一票否决权。

4、投后管理，通过强制的定期信息披露可以对投资标的发展状况保持关注。在强制的定期信息披露之外还要求对重大突发事件进行及时详尽的披露。

5、对公司的投资及经营行为建立完善有效的纪检、审计监督管理。

（二）针对投资行业及具体项目风险，公司做以下风险控制措施：

1、针对并购基金，公司将通过选取未来发展潜力大，资本运作活跃的行业进行投资，其次在投前投后都要积极和同行业的产业基金、股权基金进行沟通交流，拓宽获取项目的渠道以及退出已投资项目的渠道。

2、针对金融企业自身业务风险高，国家监管政策存在不确定性等特点，公司在投资前借助内部及外部的专家团队从制度建设层面杜绝公司内部积累运营风险的制度漏洞；针对监管政策的不确定性公司投研阶段便剔除未来可能因“监管风暴”而蒙受损失的细分行业及公司。

3、针对新兴产业面临的技术、市场以及政策的不确定性，我们的应对措施是利用内部及外部资源做出深入可信的技术尽调，对项目估值时对未来市场的发展做审慎估计，同时深入研究国家的相关产业政策，同时参考发达经济相应领域的监管措施。

第七部分 基金管理方案

一、基金内部管理机构

(一) 决策机构

本基金成立专门的投资决策委员会(以下简称“投委会”),负责本基金的投资决策。

投委会的成员由秉原投资内部专家、外部专家(具备财务、法律、投资背景)担任。

投委会委员由7人组成,其中:秉原投资内部专家4人,外部专家3人。投委会设主任委员,主任委员拥有1票否决权,由秉原投资内部专家担任。投委会会议对具体投资子基金或项目做出决议时,须经三分之二以上委员同意方为通过。

(二) 决策权限

(1) 投委会自主决策本基金总规模5%以下的单笔投资(对同一企业按累计额计算,下同);审议批准为本基金设立的各级投资平台(指有限合伙企业或契约型基金,下同);批准各级基金管理机构(指基金管理公司)。投委会对上述事项研究决策通过后提交中原高速备案,经中原高速审核备案后正式实施。

(2) 对于本基金总规模5%以上的单笔投资、审议批准基金投委会委员(含调整变更)、基金考核及激励约束机制

(含调整变更)事项,由投委会研究审议通过后,提交中原高速管理层决策,通过后正式实施。

二、基金考核

本基金原则上采用以基金投资收益率考核作为主要考核指标。

(一)考核方式

按本基金项下各子基金退出后及各直投项目分别计算基金投资收益率。其中涉及长期持有的直投项目,如有公允价值按公允价值计算;如果没有公允价值按净资产增值率(含历年利润分配)。

(二)投资额

以资金实际投入到基金的每笔资金的实际到位天数加权计算。

(三)考核目标

归属基金投资人(LP)的基金投资收益率需达到8%,即分配GP超额收益后的基金投资收益率需达到8%。

(四)日常管理

秉原投资应就项目的决策、实施、运行、财务状况、处置、清算等情况及时向中原高速提交定期报告(指季、半年度、年度)并附相关文件,该文件包括但不限于项目投资的运营报告、项目的财务报表等。项目清算报告在项目退出后的三个月内予以编制并提交中原高速。中原高速定期对项目

运行情况实施监督、审计与考核。

三、基金激励与约束机制

(一) 激励措施

为促进基金管理团队（包括秉原投资的管理团队和其他为股权投资基金提供专业服务的基金管理公司，统称为“GP”）的积极性，加大激励约束机制，按市场惯例，基金管理团队奖励按以下阶段确定：

1、基金投资收益率^{注3}未达到 8%（含本数）的情况下，则投资收益由全体 LP 按实际出资比例进行分配，GP 不参与分配。

2、基金投资收益达到 8%至 10%（含本数）的情况下，8%至 10%的该部分投资收益归 GP 所有。

3、基金投资收益率达到 10%但小于 25%（含本数）的情况下，该部分投资收益按照 80%：20%的比例在基金出资人（统称为“LP”）和 GP 之间分配。

4、基金收益率大于 25%的情况下，高出部分的投资收益按照 70%：30%的比例在 LP 和 GP 之间分配。

示例：

1、基金投资收益率为 9%时，分配 GP1%（分配率为 11.11%，GP 收益=9%-基准收益 8%），分配后 LP 收益为 8%；

注3：计算超额收益的基金投资收益率计算公式：

基金投资收益率=基金投资收益额/基金加权投资额×100%

2、基金投资收益率为 15%时，分配 GP3% (分配率为 20%，GP 收益=15%*20%)，分配后 LP 收益为 12%；

3、基金投资收益率为 30%时，分配 GP6.5% (分配率为 21.67%，GP 收益=25%*20%+5%*30%)，分配后 LP 收益为 23.5%。

(二) 约束措施

1、经费包干。以基金模式投资的项目，基金管理团队在包干额度内，自主进行经费开支，保障基金管理团队的运作。根据市场情况及惯例，经费包干费用 (基金管理人管理费额度) 按不超过基金规模的 2.5%/年支取 (其中秉原投资自有管理团队按不超过 0.5%/年支取)；秉原投资直接投资的项目，由秉原投资项目管理团队按不超过项目投资规模的 2%/年支取管理费。

2、强制跟投。以基金模式实施投资时，基金管理团队中投资项目具体管理团队必须按项目投资额的 1%-5% 进行强制跟投，与基金投资人共担风险。